

عقود المشتقات المالية
بدرالدين براحلية
كلية الحقوق والعلوم السياسية
جامعة باجي مختار - عنابة

ملخص

يتعرض البحث لمفهوم المشتقات المالية وأنواعها في المنظومة الأمريكية، الأوروبية والدول الإسلامية. كما يوضح المخاطر القانونية والاقتصادية لهذه الأدوات المالية التي تنطوي على بذور أزمة نظام مالي. تبين الدراسة الموقف القانوني المقارن من التعامل بهذه العقود.

الكلمات المفاتيح: عقود، مشتقات مالية، بنوك، أسواق مالية.

Les contrats des dérivés financiers

Résumé

Cette recherche aborde le concept des dérivés financiers ainsi que leurs différents types, dans les systèmes américains, européens, ainsi que celui instauré dans les pays musulmans. Elle tente de montrer les dangers juridiques et économiques des instruments financiers qui portent les germes d'une crise au sein des systèmes financiers. L'étude expose une analyse juridique comparative des contrats des dérivés financiers.

Mots Clés: Contrats, dérivés financiers, banques, marchés financiers

Financial Derivatives Contracts

Abstract

This research treats the concept of the financial derivatives and their types in American, European systems and in Islamic countries. It demonstrates the legal and economic dangers of these instruments which include the germs of financial system crisis. The study presents a comparative legal analysis of the previous contracts.

Keywords: Contracts, financial derivatives, banks, financial markets.

مقدمة:

مما لا شك فيه أن الاقتصاد العالمي يعاني أزمة مالية حقيقية اندلعت شرارتها في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007 ثم عمّت سائر الاقتصاديات العالمية سنة 2008 لتتوالى انهيارات المؤسسات المالية العالمية.

ولقد تعددت آراء الخبراء في تحليل أسبابها ومحاولة علاجها، حيث يذكر كثير من الباحثين⁽¹⁾ المشتقات المالية كأحد أهم هذه الأسباب، وقد كان الغرض الأساسي في بدايات ظهورها نقل المخاطر أو الإنقاص منها، وهو ما يعرف بالاحتياط من المخاطر أو التحوط hedging، خاصة أن الأسواق المالية عادة ما تعرف تقلبات سريعة متأثرة بالبيئة السياسية والاقتصادية للدول أو نتيجة للتغيرات التي تحدث في المؤسسات نفسها⁽²⁾، إلا أنها تحولت إلى أداة لخلق المخاطر حيث تم التحذير منها قبل حدوث الأزمة المالية، فقد وصفها "وارن بافيت" (من أنجح المستثمرين ورجال الأعمال) سنة 2003 أمام الجمعية العمومية لشركته بأنها: "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي، وأنها: "أسلحة مالية للدمار الشامل"، ويصفها "جرينسبان" (المحافظ السابق لبنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي) بـ " ... المنتجات والأدوات المالية المعقدة، وتعتبر بمثابة قنابل مالية موقوتة التي من الممكن أن تنفجر من أقل خطأ من جانب البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل العقاري"⁽³⁾.

كما يذكر " بول كيدروسكي " أن عمليات مقايضة القروض المتعثرة التي تمثلها المشتقات المالية بلغت أكثر من 50 تريليون دولار، فعلى المؤسسات المالية أن تحرص على نقل المشتقات المالية من القنوات الإلكترونية الخاصة إلي البورصات العامة، فلا يمكن السماح لمشتقات مالية

(مقايضة الديون) غير شفافة يتم الاتجار بها عبر الرسائل القصيرة في شبكة الانترنت بالتحوّل إلى أسواق قيمتها تريليون دولار، ولا يمكن لأحد-حسب رأيه- أن يفهمها أو يراقبها.

ومما يزيد من أهمية هذا الموضوع غياب الرقابة والتنظيم القانوني لها في عديد الدول بالرغم من الانتشار الواسع لاستخدامها بين فئات عديدة من المجتمع مع عدم إدراك أثارها المالية والاقتصادية، منهم: تجار التجزئة وصناديق المعاشات لتأمين محفظة الأوراق ضد مخاطر السوق وبنوك الاستثمار للحفاظ على سعر البيع والشركات العقارية ضد تحركات الفائدة على القروض الرهنية ووكالات التصدير والاستيراد للحماية من تقلبات سعر الصرف... الخ⁽⁴⁾.

تشير الإحصائيات إلى أن نسبة استعمالها للمجازفة بما يفوق 97% من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من 3%، وإن كان سوق المبادلات قد بدأ عام 1981 فقط إلا إنه بلغ 20.3 تريليون دولار أمريكي سنة 1998⁽⁵⁾، وبلغ نحو 48 تريليون دولار عام 2000 في حين أن حجم الدخل المحلي الإجمالي للولايات المتحدة يبلغ 14.2 تريليون دولار⁽⁶⁾. وفي شهر ديسمبر من سنة 2009 بلغت قيمة عقود المشتقات أكثر من 600 تريليون دولار في حين تشير الإحصائيات الأخيرة لسنة 2010 أنها انخفضت إلى 450 تريليون دولار⁽⁷⁾.

لقد تعرّض لهذا الموضوع عديد الباحثين في المجال الشرعي والاقتصادي في إطار ما يعرف بالهندسة المالية، وإن غلب على بعضها الدراسة المجملّة أذكر منها:

1- كتاب المشتقات المالية - المفاهيم وإدارة المخاطر - للدكتور طارق عبد العال، 2001 .

تعتيذاً، لذا سنحاول الاجتهاد في وضع تعريف لها (المطلب الأول) والتطور التاريخي لها (المطلب الثاني) ومحاولة حصر أنواعها (المطلب الثالث).

المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية:

يقول j.lipens في مقال له في صحيفة وول ستريت سنة 1994: "لم أعرف موضوعاً يجهله الناس قدر المشتقات غير أنه لسوء الحظ، فققدان الفهم العام لهذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها"، لذا سنحاول تعريفها لغة (الفرع الأول) ثم اصطلاحاً (الفرع الثاني).

الفرع الأول. التعريف اللغوي :

المشتقات المالية مركب من لفظين: مشتقات ومالية.

المشتقات: تستعمل في علوم اللغة للدلالة على أخذ كلمة من أخرى مع اتفاقهما في المعنى وفي الحروف الأصلية، والمشتقات هي الفروع التي تصاغ من المصدر لتدلّ على معانٍ مختلفة.

أمّا المال لغة فهو: من المول، وأصله مال يمول مولاً، ومؤولاً: أي كثر ماله، وفي المعجم الوسيط: المال: كل ما يملكه الفرد أو الجماعة من متاع أو عروض تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان⁽⁸⁾.

وهو في اصطلاح الفقهاء: ما يميل إليه الطبع، ويمكن ادخاره لوقت الحاجة⁽⁹⁾.

فيكون التعريف اللغوي للمشتقات المالية: "الفروع التي تصاغ ممّا له قيمة يباع بها".

الفرع الثاني. التعريف الإصطلاحي :

تعددت تعاريف المشتقات المالية: فعرفت بأنها "عقود تتسق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل العقد) والأصول التي تكون

2- كتاب المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر للدكتور سمير عبد الحميد رضوان، 2005.

3- كتاب التحوط للدكتور سامي بن إبراهيم السويلم، 2007.

4- كتاب عقود التحوط من مخاطر تذبذب أسعار العملات للأستاذ طلال بن سليمان الدوسري، 2010.

لكن كدراسة قانونية تكاد تخلو المؤلفات في هذا المجال، لذلك حاولت طرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى يمكن للمؤسسات المالية الاعتماد على عقود المشتقات المالية لإدارة المخاطر؟

تنفّر عن هذه الإشكالية عدة تساؤلات منها: ما مفهوم المشتقات المالية؟ كيف ظهرت هذه العقود؟ ما أنواعها؟ كيف تمّ تنظيم هذه العقود من الناحية القانونية؟ ما تأثيرها في المنظومات المالية؟.

للإجابة عن هذه التساؤلات سننّبع الخطة التالية :

المبحث الأول : مفهوم المشتقات المالية.

المطلب الأول تعريف المشتقات المالية.

المطلب الثاني التطور التاريخي للمشتقات المالية.

المطلب الثالث أنواع المشتقات المالية.

المبحث الثاني: أحكام المشتقات المالية في النظم المقارنة.

المطلب الأول المشتقات المالية في النظام الأمريكي

المطلب الثاني المشتقات المالية في النظام

الأوروبي

المطلب الثالث المشتقات المالية في الدول الإسلامية

المبحث الأول : مفهوم المشتقات المالية.

شهد القرن الأخير ظهور البورصات كمرح للتعامل في الأوراق المالية والسلع وغيرها، حيث تم ابتكار ما يعرف بالمشتقات المالية التي يعتبرها علماء الأنظمة المالية من أكثر الأدوات المالية

عن بيع الحبوب إلى بيع العقود دون الاهتمام أكثر بالتسليم أو التخزين.

مع أفرق القرن السابع عشر ومطلع القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات في إنجلترا، إلا أنه بنشوب الحرب وانهيار شركة South Sea Company لم تعد عقود المشتقات تحظى بالقبول.

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فظهرت في شكل عقود الامتياز خاصة مع إبرام الاتفاقية التي تم بموجبها إنشاء شجرة الدلب بورصة نيويورك Tree Agreement Buttonwood.

ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "راسيل ساج" بإنشاء سوق غير رسمية للاختيارات، وفي سنة 1920 أنشئت غرفة المقاصة لتسوية مثل هذه العقود، وتم إصدار قانون يسمح بالتعامل في الخيارات سنة 1934 لكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية⁽¹³⁾.

الفرع الثاني. المشتقات المالية في مرحلة الإطلاق:
شهد عام 1973 تغييراً ثورياً في العالم حيث امتد التعامل بالمشتقات لبورصة نيويورك ونيويورك، ثم إلى البورصات العالمية الأخرى كبورصة لندن للعقود المالية المستقبلية والاختيارات، ثم تطورت لتغطي بقية المجالات التي يتم فيها تداول الأصول السلعية والمالية والمعادن النفيسة، حيث ظهر أول عقد مستقبلي على معدلات أسعار الفائدة سنة 1975 حينما نظمت بورصة شيكاغو عقوداً مستقبلية على الرهن العقاري الوطني الحكومي من خلال شهادات تعكس عوائدها معدلات أسعار الفائدة على الرهن العقاري.

وفي عام 1976 قدمت سوق النقد الدولي أول عقد مستقبلي على الأوراق المالية الحكومية وأدوات مالية أمريكية قصيرة الأجل لمدة 90 يوماً، بينما

موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية.. الخ⁽¹⁰⁾.

بينما عرفها صندوق النقد الدولي بأنها⁽¹¹⁾: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"⁽¹²⁾.

إن ما يلاحظ على هذه التعريفات أنها تستند على أصل التسمية في تحديد معالم هذا المصطلح، أما من الناحية القانونية ومع عدم وجود تعريف واضح لها، يمكن القول بأنها: "عقود زمنية تتم بين طرفين أو أكثر يكون محلها إما حق لأحد الأطراف في تنفيذ العقد أو سلعة مستقبلية مع قصد التسوية النقدية عوض التنفيذ العيني".
المطلب الثاني. التطور التاريخي لعقود المشتقات المالية: يمكن التمييز بين مرحلتين لتطور المشتقات المالية:

الفرع الأول. المشتقات المالية في مرحلة التقييد:

تشير بعض المراجع إلى أن البداية الأولى للتعامل في بعض أنواع هذه الأدوات المالية ترجع إلى دولة الإغريق القديمة 550 ق م، كما أن الفينيقيين والرومان تعاملوا بعقود متشابهة إلى حد كبير لهذه المنتجات المالية.

بينما أول الأسواق التي أنشئت للتعامل في الخيارات (إحدى أنواع المشتقات المالية) كانت في هولندا عام 1634م، وفي عام 1848 قامت مجموعة من رجال الأعمال بإنشاء بورصة شيكاغو للتجارة كان الهدف المبدئي من تنظيمها تنميط كميات ونوعيات الحبوب غير أن المضاربين تخلوا

الأصل نمطية لكل نوع من العقود، أما في العقد الآجل فبنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق بين الطرفين⁽¹⁸⁾.

2- سعر السلعة غير ثابت حيث تتم مراقبته يوميا في العقود المستقبلية في انتظار إعلان غرفة المقاصة يوم التسوية والسعر النهائي، أما في العقود الآجلة فالسعر ثابت.

3- عادة ما يتم التسليم في العقود الآجلة أما في العقود المستقبلية فالغالب عدم التسليم.

4- لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية إلا في الأسواق المالية التي تحدّد مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد التسليم والاستلام⁽¹⁹⁾.

الجدير بالذكر أنّ العقود الآجلة تستخدم للوقاية من تقلبات أسعار الأسواق للسلع والتقليل من خطر تذبذب أسعار الصرف، فمثلا إذا قام (أ) ببيع بضاعة لـ (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر بالعملة الأجنبية ، وتوقع (أ) أن تتخض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فيإمكانه أن يبيعهها من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر، وبذلك فإنّ أيّ انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملة المحلية⁽²⁰⁾.

الفرع الثاني عقود الخيارات Option Contract

الخيارات اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد بسعر محدد إذا رغب مشتري العقد في حدوث التعامل⁽²¹⁾، فهو عقد يعطي للمشتري الحق في شراء أو بيع عدة وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، فللمشتري الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، على أن يدفع للمحرر في مقابل ذلك مكافأة عند التعاقد غير قابلة للرد ولا تعتبر جزءا من قيمة الصفقة.

تأخر ظهور أول سوق للمبادلات إلى غاية سنة 1981.

وما ساعد على انتشار هذه العقود هو إيقاف الرئيس الأمريكي نيكسون التعامل بالذهب بموجب القرار الصادر بتاريخ 1971/08/15 وزيادة التضخم وتقلبات سعر الصرف، بالإضافة إلى انهيار الأسواق المالية العالمية رغم المواقف المعارضة لها منذ البداية كأمثال الأستاذ Peter Druker⁽¹⁴⁾.

المطلب الثالث. أنواع المشتقات المالية⁽¹⁵⁾:

يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في البورصات إلى مجموعتين:

المجموعة الأولى تتضمن أوراقا مالية أساسية، السندات والأسهم وشهادات الاستثمار... الخ. المجموعة الثانية تتضمن أوراقا مالية مشتقة وهي: العقود الآجلة والمستقبلية والخيارات وعقود المبادلات، بالإضافة إلى أنواع أخرى هجينة تظهر من تركيب هذه الأنواع الرئيسية كخيارات العقود الآجلة وخيارات المبادلات.

الفرع الأول العقود الآجلة والمستقبلية Forward And Future Contract

العقد الآجل اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين⁽¹⁶⁾، إذا فهو عقد يبرم بين طرفين، مشتر وبائع لأصل ما، بسعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق.

أما العقود المستقبلية فهي "عقود لبيع أو شراء كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق"⁽¹⁷⁾، فالفروق بينهما تتمثل في:

1- بنود العقد المستقبلي نمطية فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد، وتواريخ التسليم، ومستوى جودة

أ- محل الالتزام : في العقود المستقبلية محل الالتزام سلعة وسعر (عقد ملزم للجانبين)، أما محل عقد الخيار فهو حق شراء أو بيع (ملزم لجانب واحد).
 ب- طبيعة العلاوة: في العقد المستقبلي يدفع كل من طرفي العقد للوسيط (بيت التسوية) هامشاً مالياً لتأمين الوفاء بالتزامات الطرفين، ويدخل في التسوية بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد، فلا تسترد ولا تحسب عند انتهاء الأجل، أما في عقود الخيار فالعلاوة تعتبر مقابل عقد الخيار في قيمة الصفقة.
 ج- حجم الخسارة: في عقود الخيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة، بينما في العقود المستقبلية قد تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية أو الإجمالية للعقد.

الفرع الثالث. المبادلات Swaps⁽²⁴⁾:

المبادلات اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدّد مسبقاً، وأهمها عقود معدلات العائد والعملات. فهو عقد ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، ولا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة، ولذلك يُعرّف البعض عقود المبادلة بأنها: "سلسلة من العقود الآجلة"⁽²⁵⁾.
 تنتوع عقود المبادلات بين: عقود مبادلة أسعار الفائدة (الثابتة والمتغيرة)، عقود مبادلة العملات، كما يوجد في هذا المجال ما يعرف بـ "عقود الفروقات Contracts for differences CFDS"، وهي عقد شراء أو بيع فرق سعر سلعة ما لفترة زمنية ما، ومثالها: جزائري استورد بضائع بمبلغ مليون يورو عندما كان سعر اليورو يساوي 100 دينار على أن يدفع 20% من المبلغ

تنتوع الخيارات بدورها إلى: خيار البيع وخيار الشراء وخيار البيع والشراء.

ويضيف بعض الأساتذة الضمانات Warrants كنوع من أنواع الخيارات على اعتبار أنها عقود شراء طويلة الأجل تبرمها شركات على أسهمها⁽²²⁾.
 كما توجد أنواع معقّدة من الاختيارات النمطية تعرف بـ exotic option وهي عقود اختيارات مستحدثة أكثر تعقيداً من حيث احتساب العملات التي يدفعها المستثمرون، إذ تعتمد قيمة العقد على العديد من النماذج المعقّدة، لعلّ من أهمها: عقود الاختيارات الآجلة وعقود الاختيارات المركبة وعقود الاختيارات التفاضلية وعقود الاختيارات التبادلية وعقود الاختيارات الحدودية وعقود الاختيارات الثنائية وعقود الاختيارات بأثر رجعي وعقود الاختيارات متوسط الأسعار⁽²³⁾.

وهناك ثلاث طرق في تحديد ميعاد تنفيذ العقد:

- 1- الطريقة الأمريكية: حيث يمكن التنفيذ في أي فترة من فترات المدة المتفق عليها.
 - 2- الطريقة الأوروبية: حيث لا يمكن التنفيذ إلا بانتهاء المدة المتفق عليها.
 - 3- الطريقة الآسيوية: يتم التنفيذ بانتهاء المدة، ولكن باحتساب متوسط السعر طوال مدة العقد.
- والجدير بالذكر أن هذه الخيارات تمنح لأصحابها حقوقاً للتنفيذ ولكنها لا تلزمهم بذلك، كما تشترط فيها العلاوات على عكس العقود الآجلة التي لا تكلف شيئاً ولا يلزم مالكيها التنفيذ.

كما أنّ الغالب في عقود الخيارات لا تسلم ولا تسليم - التسوية نقدية - بمعنى أن المحرّر يدفع لمشتري العقد قيمة العقد كاملة في تاريخ التنفيذ على أساس أن المكافأة قد حصل عليها المحرّر مقدماً عند تحرير العقد، ويمكن التمييز بينها من خلال:

لذلك كانت هذه العقود ممنوعة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى غاية إصدار التشريعات المتعلقة بتنظيم أسواقها منذ سنة 1934، حيث قضت المحاكم الأمريكية ببطلانها سنة 1888 واعتبرت أن التعامل في المستقبلات والاختيارات التي تتم تسويتها على أساس تقلبات السوق هو تعامل باطل في نظر القانون العام لأنه يتعارض مع السياسة العامة، ويعتبر هذا التعامل بمثابة جريمة بحق الرفاه العام وجريمة بحق الأخلاق والدين، وجريمة بحق كل المعاملات التجارية والاستثمارية المشروعة، حيث أصبحت السوق تخضع لحجم الأموال التي يتحكم فيها المجازفون، كما كانت المحاكم تعتمد على نية المتعاقدين في تنفيذ العقد أو التسوية على الفروقات، وبالتالي تبطل العقد إذا غلب الظن على اتجاه إرادة الأطراف إلى التسوية، وترتب نفاذه إن كان قصدهما التسليم⁽²⁷⁾، وما هذا إلا تطبيق للنظرية الحديثة للسبب الدافع على التعاقد كحالة من حالات بطلان العقد.

المبحث الثاني. أحكام المشتقات المالية في النظم المقارنة:

نتعرض للإطار القانوني للمشتقات في النظام الأمريكي (المطلب الأول) وفي النظام الأوربي (المطلب الثاني) وأخيرا في الدول الإسلامية (المطلب الثالث).

المطلب الأول. المشتقات المالية في النظام الأمريكي: سنقتصر على الولايات المتحدة الأمريكية وكندا كنموذجين لهذا النظام:

الفرع الأول. المشتقات المالية في قوانين الوم أ: لقد كانت البداية في الوم أ بتحرير سوق المشتقات من القيود سنة 1933 حيث تم استثنائها من قوانين القمار المفروضة عليها بقانون Steagall Act، وكذلك صدور القوانين التالية:

عند التعاقد والباقي يدفع في تاريخ الاستلام، تقابل هذا المستورد مشكلة في سعر العملة وارتفاع سعر اليورو في تاريخ التسليم خاصة إذا كان لا يملك السيولة التي يشتري بها مليون يورو فوراً؟ فما هو الحل؟ عليه أن يشتري عقود فروقات ذات النوع: يورو/دينار بمبلغ 800 ألف يورو بسعر 100 دينار لليورو الواحد، وبالتالي تعوض الريح أو الخسارة من عقود الفروقات الخسارة أو الريح من الشراء الفعلي.

تعتبر الأصناف السابقة أهم المشتقات المتداولة والمتعارف عليها غير أنه توجد أشكال أخرى أهمها: المشتقات المركبة من عقود آجلة وخيارات البيع أو الشراء (محفظة خيارات البيع/الشراء الآجل) وهي مزيج من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات كعقود المبادلات الخيارية DERIVATIVES ON DERIVATIVES، ومثالها: وعد شركة ما بزيادة علاوة عن سندات تقدر بمعامل محدد وهو الزيادة في سعر منتوجاتها، (وهذا ما حدث لشركة ستاندراد أويل سنة 1986) وأيضا إصدار سندات من طرف مشغلي الترحل على الجليد تحسب فوائدها من خلال كمية الثلج المتساقط⁽²⁶⁾.

ولعل من أهم سلبات المشتقات قانونا استخدامها في مقايضة مخاطر الإفلاس، حيث يقوم البنك بنقل مخاطر إفلاس المقترضين إلى شركات التأمين مع الإخلال بواجب الإعلام سواء من طرف العميل أو البنك على اعتبار أن هذا الأخير الأقدر على متابعة المقترضين، كما أنه يسمح للبنك أيضا بتسهيل عمليات الاقتراض دون تحقيق الرقابة الفعلية على القروض الائتمانية الممنوحة للعملاء (الضمانات).

ينظمها القانون الصادر بتاريخ 2008/06/20 المعدل بقانون 2009/02/01 والذي قام بتحديد شروط التسجيل والمقاصة.

ولا تعترف المنظومة القانونية الكندية عموماً بالتعامل في المشتقات إلا إذا تمت في البورصة باستثناء المبادلات، هذا في انتظار المشاريع المقترحة لإنشاء سوق فيدرالية كندية منظمة لكل المقاطعات⁽³³⁾.

المطلب الثاني. المشتقات المالية في النظام الأوروبي.

سنعتمد على القانون الفرنسي والإنجليزي كنموذجين:

الفرع الأول. المشتقات المالية في القانوني الفرنسي:

تحكم عقود المشتقات في فرنسا التعليمات الأوربية رقم 93/22/CEE الصادرة بتاريخ 1993/05/10 المتعلقة بالاستثمار في القيم المنقولة والتي تم تجسيدها من خلال القانون رقم 597/96 الصادر بتاريخ 1996/07/02 المتعلق بعصرنة الأنشطة المالية⁽³⁴⁾.

حيث جاء في الملحق (القسم ب) بأن المقصود بالمنتجات في هذه التعليمات: "...3- العقود المستقبلية. 4- العقود الآجلة على أسعار الفائدة 5- عقود المبادلات. 6. الخيارات".

ولقد اشترطت هذه التعليمات على شركات الإستثمار في الدول الأعضاء تقديم تقارير حول المنتجات التالية: "...3. العقود الآجلة للأسهم. 4. عقود خيارات الأسهم" (المادة 20).

كما تم تطبيق القانون 597/96 على المنتجات المالية المتعلقة بالمبادلات وعقود الخيارات، وكل العقود الأخرى" (المادة 03)، ونصت المادة 46 منه أن لا يمكن التحلل من الالتزامات

1- The Securities Act of 1933.

2- The Securities Exchange Act of 1934.

3- The Investment Companies Act of 1940.

أما في السنوات الأخيرة فقد عرفت المضاربة على المشتقات المالية نمواً هائلاً يرجع أساساً إلى إصدار الكونجرس الأمريكي لقانونين هما:

1- The Gramm-Leach-Bliley Act 1999 (GLBA)⁽²⁸⁾

2- The Commodity Futures Modernization Act of 2000 (CFMA)⁽²⁹⁾

لقد سمحت القوانين المذكورة للبنوك - أهم جهاز في النظام الاقتصادي - لتقاصر بأخطار الأدوات المالية وهي المشتقات في أهم الأصول المالية وهي العقارات، غير أنه بعد تطورات الأزمة المالية الأخيرة قدّم الرئيس الأمريكي "أوباما" مشروع الإصلاح المالي الذي وافق عليه مجلس النواب الأمريكي (237 عضو مقابل 192) بتاريخ 2010/06/30 ومجلس الشيوخ بتاريخ 2010/07/15 حيث يشدّد هذا القانون الرقابة على المشتقات المالية بمنع التعامل فيها إلا من خلال بيوت المقاصة Clearing houses⁽³⁰⁾.

ولا تزال قضية "غولدمان ساكس" الذي قام بابتكار مشتقات سندات مالية متعلقة بديون الرهن العقاري والمرفوعة ضده من طرف لجنة الأوراق المالية تثير الجدل في أروقة المحاكم الأمريكية.

الفرع الثاني. المشتقات المالية في القوانين الكندية⁽³¹⁾:

من المعلوم أنّ "كندا" تتكون من مجموعة من الفيدراليات والمقاطعات، لذلك فقد تمّ إصدار قانون المشتقات الذي يطبق فقط على "أونتاريو"، وعند الاقتضاء على كامل إقليم الدولة.

كما تمّ إصدار التعليمات رقم 102/23 المتعلقة بتنظيم المشتقات المالية بمنطقة "الكيبك"⁽³²⁾، أيضاً

وبعد الأزمة المالية الأخيرة قدمت المملكة المتحدة بتاريخ 2010/09/19 مشروع قانون أمام مجموعة العشرين يضيق الخناق على التعامل في المشتقات المالية إلا أنّ هذا القانون يبقى غير نافذ إلى غاية مصادقة حكومات الاتحاد والبرلمان الأوروبيين⁽⁴¹⁾.

المطلب الثالث. المشتقات المالية في الدول الإسلامية:

لا يزال الموقف الشرعي في الدول الإسلامية متحفظا من التعامل في المشتقات المالية خاصة بعد صدور قرارات المجامع الفقهية بعدم جوازها⁽⁴²⁾، أما من ناحية التقنين فستعرض للقانون الجزائري والإماراتي والماليزي كنماذج على التوالي:

الفرع الأول. المشتقات المالية في القانون الجزائري:

ترجع فكرة إنشاء بورصة الجزائر إلى الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 وطبقت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المنظم لبورصة القيم المنقولة المتكونة من هئتين: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تعمل على تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك من أجل ضمان الأمن في المعاملات وحماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية، وشركة لتسيير أو إدارة بورصة القيم وهي شركة أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة تتكفل بضمان سير المعاملات على القيم المنقولة المتداولة في البورصة.

وقد تم تعديل هذا القانون بالأمر رقم 96-10 الممضي في 10/01/1996 ثم القانون رقم 03-04 الممضي في 17 فبراير 2003 ثم أردفهما بالعديد من المراسيم التنفيذية والقرارات الوزارية المحددة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁽⁴³⁾.

الواردة في المنتجات المذكورة في المادة 03 استنادا إلى نصوص قانونية خاصة أو المادة 1965 من القانون المدني الفرنسي⁽³⁵⁾.

والجدير بالذكر أنّ وزارة الداخلية والمالية الفرنسيين قد أصدرتا منشورا مشتركا يمنع الهيئات المالية التابعة للدولة من المشاركة في السوق الآجلة والمشتقات عموما، وفي منع المؤسسات التابعة للدولة من التعامل فيها دلالة واضحة على خطورة هذا النوع من العقود، وهذا ما يتجلى من خلال فرض الرقابة الصارمة على هذه العقود من طرف لجنة البنوك الفرنسية وبإشراف بنك فرنسا ووزارة المالية⁽³⁶⁾.

الفرع الثاني. المشتقات المالية في القانون الأنجليزي⁽³⁷⁾:

حدّد قانون الخدمات المصرفية البريطاني لسنة 1986 ثلاثة مستويات لتشريع قواعد المشتقات المالية⁽³⁸⁾:

- 1- المستوى الأول: التعليمات الصادرة عن وزارة التجارة والصناعة.
- 2- المستوى الثاني: التعليمات الصادرة عن مجلس الاستثمار في الأوراق المالية (SIB).
- 3- المستوى الثالث: التعليمات الصادرة عن المكاتب الإقليمية الفرعية (SROS)، حيث تقوم هذه الأخيرة بتقديم المشورة بخصوص كل أنواع الاستثمار بما في ذلك العقود الآجلة والمستقبلية والخيارات⁽³⁹⁾.

ولقد نصّت المادة 63 من القانون السابق: "لا تعتبر من قبيل القمار والرهان المعاملات المنظمة بقانون الخدمات المالية (المشتقات)"، ثمّ تمّ إصدار قانون خاص بالإفلاس في البورصات بتاريخ نوفمبر 1993 حيث أوجب أن تتمّ هذه العمليات من خلال بيوت المقاصة⁽⁴⁰⁾.

الفرع الثالث. المشتقات المالية في القانون المالي (49):

تعمل بورصة ماليزيا للمشتقات المالية Bursa Derivatives Berhad Malaysia تحت إشراف لجنة الأوراق المالية، وتحكمها عدة قوانين :

- 1- قانون الشركات لسنة 1965.
- 2- قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993.
- 3- قانون سوق المال والخدمات لسنة 2007، والذي نصّ في الفصل الأول منه على أنّ العقود الآجلة تعني كل عقد يسمح لأحد أطرافه من المطالبة بالتسليم خلال فترة زمنية معينة بما في ذلك الخيارات المستقبلية، وكل ما ورد تحت الباب الخامس من هذا القانون بشرط ألاّ يتضمن مقايضة للعملة أو أسعار الفائدة أو الصرف، ويمكن أن يكون العقد بسيطاً لكن يتحوّل فيما بعد إلى عقد أجل بموجب اتفاق لاحق بين الطرفين.

كما منح صلاحية إصدار أي منتج مالي آخر صكاً كان أو عقد آجلاً لوزير المالية بموجب أمر ينشر في الجريدة الرسمية (50).

وبتاريخ 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة ماليزيا للمشتقات في شراكة مع بورصة شيكاغو بهدف الحصول على عروض مشتقات عالمية.

خاتمة:

نخلص إلى أنّ المشتقات المالية عقود مستحدثة فرضها النظام المالي العالمي كأداة للاحتياط من المخاطر غير أنّ المتعاملين فيها استغلّوا إمكانية تحقيق أرباح من خلال الاستثمار فيها، حيث تمّ عرض نماذج من القوانين المنظمة لهذه العقود سواء على مستوى الدول الأنجلوساكسونية أو اللاتينية أو الإسلامية - وإن كانت شبه نادرة- ففي الوقت الذي تعمل فيه الدول الغربية على الحدّ من تغلغل هذه

وباستقراء هذه النصوص لا نجد أثراً لتنظيم المشتقات المالية باستثناء إلزام البنوك بتقييد الخيارات والعقود ذات الأجل والاعتمادات المتبادلة لأسعار الفائدة والعملة الصعبة التي تنتج عنها تحويل الخطر أو المخاطر بين أطراف الأداة المالية الابتدائية الخفية (التجارية)، وأن يتمّ هذا القيد في التصفية اليومية للهوامش المدينة والدائنة (44)، غير أنّ عدم تفعيل السوق المالية الجزائرية وعدم ارتباطها بالأسواق العالمية قدّ حدّد من تأثيرها خلال الأزمة المالية الأخيرة (45).

الفرع الثاني. المشتقات المالية في القانون الإماراتي:

تتكون بورصة "ناسداك دبي" من شراكة بين بورصة دبي بنسبة الثلثين في حين تملك مجموعة «ناسداك أو إم إكس» ثلث الأسهم. وتعتبر سلطة دبي للخدمات المالية السلطة التنظيمية لها، وتتخذ من مركز دبي المالي العالمي مقراً رئيسياً لها، وتدرج هذه البورصة الأسهم والسلع المتداولة في البورصات، والمنتجات المهيكلة، والصكوك (السندات الإسلامية)، والسندات التقليدية والمشتقات (46).

وبتاريخ 2009/07/07 أعلنت عن اختيار شركة «سن غارد» لتوفير حلول تداول المشتقات من خلال نظام خاص يساهم في تسهيل وتعزيز عملية تداول مشتقات الأسهم في البورصة، والذي يعتبر نظاماً فعالاً للمقاصة والمحاسبة ضمن عمليات تداول المشتقات والعقود الآجلة والخيارات أي خيارات الأسهم الآجلة وخيارات الأسهم والعقود مقابل الفروقات (47). وبتاريخ ديسمبر 2009 تم دمج بورصة ناسداك وسوق دبي المالي ولم تُستثن من ذلك إلا عقود المشتقات والسندات التقليدية التي تبقى وفق نظام ناسداك (48).

وأيضاً مؤسسات Cargil, Mead, kachima oil, kidder peabody, Greetings Chemical .. أما على مستوى الدول العربية فيعتبر بنك الخليج الكويتي من أبرز الأمثلة حيث يشير موقع البنك المركزي في 17 نوفمبر 2008 إلى خسارته لأكثر من 375 مليون دينار نتيجة تعامله في المشتقات⁽⁵³⁾. لذا نوصي بما يلي :

أولاً- العمل على تحويل المشتقات بمفهومها الحالي إلى مشتقات تعتمد على:

1-أ- النقل الفعلي لملكية الأصل والدين بعد إبرام عقود المشتقات.

1-ب- تجنّب الغرر الفاحش عند التعاقد بالتخلّي عن صفرية التبادل (المبادلة الصفرية).

ثانياً- تفعيل الرقابة على الأنشطة المالية التي تتم في البورصات أو خارجها.

ثالثاً. وأخيراً أقترح توسيع البحث حول موضوع المشتقات البديلة (الصكوك).

العقود في أنظمتها المالية بالرقابة عليها من خلال بيوت المقاصة، تتجّه الدول الإسلامية إلى سنّ قوانين لتنظيمها على الرغم من أنّ معظم أنظمتها المالية تكاد تفتقر لمثل هذا النوع من العقود.

وقد كان الغرض الأساسي في بدايات ظهورها نقل المخاطر وتوزيعها، وهو ما يعرف بالتحوّل hedging، خاصة أنّ الأسواق المالية عادة ما تعرف تقلبات سريعة متأثرة بالبيئة السياسية والاقتصادية للدول، أو نتيجة للتغيرات التي تحدث في المؤسسات نفسها⁽⁵¹⁾، غير أنّ مخاطرها المتمثلة في فصل قيمة المنتج عن الأصل المالي وعدم القدرة على التخلص من المنتج عند الحاجة لذلك جعلها أداة لانهايار المؤسسات التالية⁽⁵²⁾:

1- بنك بارنجرز Barings Brother and Company Bank سنة 1987.

2- المجموعة الألمانية Mellallgesellschaft سنة 1994.

3- الصانع الأمريكي DELL الذي انسحب بعد خسارة 23 مليون دولار سنة 1994.

المراجع:

- 1- أسماء مصطفى أحمد الشاويش، الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي، 2007، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن.
- 2- أ. حليلة بزاز، المشتقات المالية و مخاطرها، الملتقى الدولي " أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي"، 07/06 أبريل 2009، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، الجزائر.
- 3- د. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر - 2001 الجزء الخامس، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة-، الدار الجامعية، مصر.
- 4- د. سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، 2007، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة.
- 5- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1996.
- 6- أ. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية والرؤية الشرعية، دون ناشر، 1999.
- 7- د. عبد الستار أبو غدة، ماي 2009، ضوابط تطوير المشتقات المالية في العمل المالي، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين.

- 8- د. علي بن عزوز، استراتيجيات ادارة المخاطر في المعاملات المالية، 2010/2009، مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- 9- د. محمود سحنون، مخاطر المشتقات، 21/20 أكتوبر 2009، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.

القوانين والمراسيم والقرارات

- 1- القرار الوزاري لوزير المالية المؤرخ في 2008/07/26، ج ر عدد02، صادرة بتاريخ 2009/03/25.
- 2- قانون الكونغرس الأمريكي رقم 106/554، H.R. 5660، على موقع www.assets.opencrs.com
- 3- القانون رقم 106/102 الصادر بتاريخ 1999/11/12، 113 Stat. 1338، على موقع www.gpo.gov

Ouvrages

- 1- Allain Rutiens , les produits financiers dérivés, edipro , Belgique, 2003.
- 2- ANDREAS A. JOBST, Dérivatives in islamic finance , the International Conférence on Islamic Capital Markets, Jakarta, Indonesia during August 27-29, 2007.
- 3- Dr. Asyraf Wajdi Dusuki , The concept and opérations of swap as ahedging mechanism for islamic financial institutions, ISRA, 2010.
- 4- Joseph Antoine dictionnaire des marchés financiers, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2006.
- 5- Dr. Mohammed Ali elgari , The islamic perspective on dérivatives, The frontiers of innovation in islamic finance second Oxford islamic finance round-table , 15/04/2009.
- 6- Paul Latimer , New Regulation of Derivatives Markets in Canada – An Australian Perspective, Monash University - Department of Business Law & Taxation , November 2009 , sur le site : www.ssnr.com
- 7- Robert E. Whaley , Dérivatives: markers, valuation, and risk management, JW, New jersey, USA, 2006.
- 8- Robert W. Kolb,James A. Overdahl , Financial dérivatives, JW, New jersey, USA, 2003.
- 9- Companies and securities advisory committee , Law of derivatives : An international comparatives, 1995 sur le site : www.camac.gov.au
- 10- Serina Abdul Samad, Capital Market and Services Act of 2007, Azmi & Associates, sur le sit : www.azmilaw.com

Les Codes, les Lois et les rapports;

- 1- Capital market and services act 2007 (ACT 671), Securities Commission, 50490 Kuala Lumpur, Malaysia, 2007.
- 2- NASDAQ Dubai Business Rules Version 7.6 , Rulebook : Derivatives Exchange traded Commodites, Debt Securities, Structured products and collective investment funds sur le site : www.nasdaqdubai.com

Sites web:

- | | | |
|--|--|--|
| www.bis.org | www.joradp.dz | www.investment.gov.eg |
| www.isda.org | www.jps-dir.com | www.europadroit.eu |
| www.IAFE.org | www.cbk.gov.kw | www.banque-france.fr |
| www.gpo.gov | www.iefpedia.com | www.assets.opencrs.com |
| www.uaeec.com | www.nasdaqdubai.com | www.canadiansecuritieslaw.com |

الهوامش

- 1- مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية، جامعة الملك عبد العزيز – أسباب وحلول-، جدة، 2009. د. محمود سحنون " مخاطر المشتقات"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 21/20 أكتوبر 2009.
- 2- Robert W. Kolb,James A. Overdahl , Financial dérivatives, JW, New jersey, USA, 2003, p69. Robert E. Whaley , Dérivatives: markers, valuation, and risk management, JW, New jersey, USA, 2006, p49. Allain Rottains, op cit , p81
- 3- د. سامي بن ابراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2007، ص39.

- 4- د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص74.
- 5- John Hull, Christophe Godlewski, Maxime Merli, Gestion des risques et institutions financières, France, 2010, P 92.
- 6- www.almethaq.info
- 7- www.isda.org
- 8- المعجم الوسيط، ج02، ص892.
- 9- السيوطي، الأشباه والنظائر، ص327.
- 10- د. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر -، الجزء الخامس، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة-، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص05.
- 11-Allain Ruttians , les produits financiers dérivés, edipro , Belgique, 2003 , p14. Joseph Antoine ; dictionnaire des marchés financiers, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2006, P285. www.jps-dir.com
- 12- د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص59. أ. حليلة بزاز "المشتقات المالية و مخاطرها" الملتقى الدولي أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، 07/06 أبريل 2009، ص01.
- 13- www.bis.org
- 14- د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، ص76.
- 15- د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، ص77.
- 16- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1996، ص313 وما بعدها.
- 17- د. طارق عبد العال، إدارة المخاطر، ص12.
- 18- أسماء مصطفى أحمد الشاويش، الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن، 2007، ص05.
- 19- د. محمود سحنون، مخاطر المشتقات، ص03. د. طارق عبد العال، إدارة المخاطر، ص16. د. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية والرؤية الشرعية، 1999، ص31.
- 20- www.jps-dir.com
- 21- أ. حليلة بزاز، المشتقات المالية ومخاطرها، ص09.
- 22- د. طارق عبد العال، إدارة المخاطر، ص39.
- 23- د. طارق عبد العال، المرجع نفسه، ص44.
- 24- أ. حليلة بزاز، المرجع نفسه، ص11.
- 25- Dr. Asyraf Wajdi Dusuki « The concept and operatios of swap as ahedging mechanism for islamic financial institutions » ISRA, 2010.
- 26- د. علي بن عزوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010، ص339.
- 27- د. طارق عبد العال، إدارة المخاطر، ص28.
- 28- د. سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الاسلامي، ص35. نقلا عن كرانتر، 2000، ص1110.
- 29- القانون رقم 106/102 الصادر بتاريخ 1999/11/12، Stat. 1338، 113 على موقع www.gpo.gov
- 30- قانون الكونغرس الأمريكي رقم 106/554، H.R. 5660، على موقع www.assets.opencrs.com
- 31- www.alaswaq.net
- 32- Companies and securities advisory committee, Law of derivatives : An international comparatives, 1995 sur le site : www.camac.gov.au
- 33- www.canadiansecuritieslaw.com/tags/derivatives

- 34 - Paul Latimer , New Regulation of Derivatives Markets in Canada – An Australian Perspective, Monash University - Department of Business Law & Taxation , November 2009 sur le site : www.ssnr.com
- 35- www.europadroit.eu
- 36- www.banque-france.fr
- 36- د. سمير عبد الحميد رضوان، إدارة المخاطر، ص 126.
- 37- Law of dérivatives : An international comparatives, 1995 sur le site : www.camac.gov.au
- 38- تمّ تعديله من خلال قانون الخدمات والأسواق المالية Financial Services and Markets Act لسنة 2000.
- 39- Financial Services Act1986: s 25; s7; s15.
- 40- www.camac.gov.au
- 41- Huw Jones «Britain warns against hasty derivatives rules», sur le site www.uk.reuters.com
- 42- Dr, Ali Mohammed Ali elgari , The islamic perspective on dérivatives, The frontiers of innovation in islamic finance second Oxford islamic finance round-table, 15/04/2009. DREAS A. JOBST, Derivatives in Islamic finance , the International Conférence on Islamic Capital Markets, Jakarta, Indonesia during August 27-29, 2007, P23 – 27.
- 43- المرسومين التنفيذيين رقم 175/94 و 176/194 الصادرين بتاريخ 1994/06/13، القرار الوزاري الصادر بتاريخ 1996/06/05، القرار الوزاري الصادر بتاريخ 1997/12/29، القرار الوزاري الصادر بتاريخ 2000/08/26، القرار الوزاري الصادر بتاريخ 2001/01/31 ، القرارات الوزارية الصادرة بتاريخ 2003/11/30، القرارات الوزارية الصادرة بتاريخ 2005/03/27، القرار الوزاري الصادر بتاريخ 2007/01/28 ، القرار الوزاري الصادر بتاريخ 2007/05/09 على موقع www.joradp.dz
- 44- القرار الوزاري لوزير المالية المؤرخ في 2008/07/26، ج ر عدد02، صادرة بتاريخ 2009/03/25.
- 45- ربما هذا ما يفسّر عدم تأثر الجزائر أو التأثر المحدود جدا من الأزمة المالية العالمية.
- 46- www.uaeec.com
- 47- www.nasdaqdubai.com
- 48- http://www.nasdaqdubai.com/consolidation/hl_doc/arabic/hl_ar.html NASDAQ Dubai Business Rules Version 7.6, Rulebook: Derivatives Exchange traded Commodites, Debt Securities, Structured products and collective investment funds sur le site: www.nasdaqdubai.com
- 49- Serina Abdul Samad “Capital Market and Services Act of 2007”, Azmi & Associates, sur le sit: www.azmilaw.com.
- 50- Capital market and services act 2007 (ACT 671), Securities Commission, 50490 Kuala Lumpur, Malaysia, 2007, p07, 20.
- 51- Robert W. Kolb, James A. Overdahl , Financial dérivatives, JW, New jersey, USA, 2003, p69. Robert E. Whaley, Dérivatives: markers, valuation, and risk management, JW, New Jersey, USA, 2006, p49. Allain Rottains, op cit, p81
- 52- أ. بزاز حليلة، المشتقات المالية ومخاطرها، ص 21.
- 53- www.cbk.gov.kw